

Fairness Opinion: Uster Technologies AG

20. Februar 2012

Reliance Restricted

Louis Siegrist Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 21 31
M +41 58 289 21 31
F +41 58 286 30 25
E louis.siegrist@ch.ey.com

Stéphanie Chaumier Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 59 49
M +41 58 289 59 49
F +41 58 286 30 25
E stephanie.chaumier@ch.ey.com

Hannes Schobinger, CFA Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 42 91
M +41 58 289 42 91
F +41 58 286 30 25
E hannes.schobinger@ch.ey.com

Annick Winandy Senior Consultant

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 55 41
M +41 58 289 55 41
F +41 58 286 30 25
E annick.winandy@ch.ey.com

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft (engl. public company)
Bzgl.	bezüglich
Capex	Investitionen (engl. capital expenditures)
CAGR	Kumulierte jährliche Wachstumsrate (engl. compound annual growth rate)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Geschäftsführer (engl. chief executive officer)
CFIB	China Fiber Inspection Bureau
CHF	Schweizer Franken
CHF XXXk	Tausend Schweizer Franken
CN	China
Corp.	Gesellschaft (engl. corporation)
CRP	Länderrisikoprämie (engl. country risk premium)
c_s	Risikozuschlag (engl. credit spread)
D	Fremdkapitalquote (engl. debt ratio)
d.h.	das heisst
DCF	Discounted Cash Flow
DE	Deutschland
DecXXA	Aktuelle Zahlen, per Dezember 20xx
E	Eigenkapitalquote (engl. equity ratio)
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern (engl. earnings before interest and taxes)
EBITA	Gewinn vor Zinsen, Steuern und Amortisierungen (engl. earnings before interest, taxes and amortization)
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisierungen (engl. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
ERP	Risikoprämie des Eigenkapitals (engl. equity risk premium)
EUR	Euro
EV	Unternehmenswert (engl. enterprise value)
EY	Ernst & Young AG

Abkürzungen

F&E	Forschung und Entwicklung
FCF	Freier Cashflow (engl. free cash flow)
FX	Wechselkurs (engl. foreign exchange rates)
FYXXA	Fiscal Year xx Actual
FYXXB	Fiscal Year xx Budget
GBP	Britisches Pfund
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HR	Personalabteilung (engl. human resources)
HX	Halbjahr X
i.e.	id est, das heisst
IN	Indien
JP	Japan
JPY	Japanischen Yen
k_d	Fremdkapitalkosten (engl. cost of debt)
k_e	Eigenkapitalkosten (engl. cost of equity)
Ltd.	mit beschränkter Haftung (engl. limited)
LTM	Last twelve months
m	Millionen
M&A	Fusionen und Übernahmen (engl. mergers and acquisitions)
MRP	Marktrisikoprämie (engl. market risk premium)
MX	Mexiko
n.v.	Nicht verfügbar
NUV	Nettoumlaufvermögen
NV	Aktiengesellschaft (niederl. naamloze vennootschap)
OEM	Hersteller von Endsystemen (engl. original equipment manufacturer)
P/E	Kurs/Gewinnverhältnis (engl. price/earnings ratio)

Abkürzungen

plc	Aktiengesellschaft (engl. public limited company)
PPA	Purchase price agreement
QX	Quartal X
r_f	Risikoloser Zinssatz
r_s	Swap-Zinssatz
RSU	Mitarbeiterbeteiligungen (engl. restricted stock unit)
SA	Aktiengesellschaft (fr. société anonyme)
SEK	Schwedische Krone
SIX	SIX Swiss Exchange
s_p	Grössenprämie (engl. size premium)
t	Steuersatz
TH	Thailand
Toyota	Toyota Industries Corporation
UEK	Schweizerische Übernahmekommission
US	Vereinigte Staaten
USD	US-Dollar
USDA	United States Department of Agriculture
Uster Technologies	Uster Technologies AG
USTN	Reuters Ticker, Uster Technologies AG
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittspreis (engl. volume weighted average price)
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (engl. weighted average cost of capital)
y-o-y	Im Vergleich zum Vorjahr (engl. year-on-year)
z.B.	zum Beispiel
β_l	Adjusted levered equity beta
β_u	Adjusted unlevered equity beta

Inhalt

Einleitung	1
	1. Ausgangslage 2
	2. Unser Auftrag..... 3
Unternehmensbeschreibungen und Industrieanalyse	4
	3. Unternehmensbeschreibung 5
	4. Ergebnisanalyse 8
	5. Marktanalyse 10
Grundlagen der Bewertung	12
	6. Bewertungsmethoden und -vorgehen..... 13
Wertüberlegungen	15
	7. Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse 16
	8. Diskontierte Cashflow Methode 18
	9. Trading / Transaction Multiples Methode 25
Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion	29
	10. Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion 30
Anhang	31
	11. Anhang A - Beurteilungsgrundlagen 32
	12. Anhang B - Vergleichsgruppe..... 33
	13. Anhang C - Sensitivitätsanalyse (DCF)..... 34
	14. Anhang D - Marktwertansatz 35

Einleitung

1. Ausgangslage
2. Unser Auftrag

Ausgangslage

Firmenlogo

Quelle: Firmenwebseite



Öffentliches Kaufangebot von Toyota für die restlichen Anteile in Uster

Uster Technologies

- ▶ Uster Technologies ("Uster") mit Sitz in Uster, Schweiz, ist ein international tätiger Hersteller von elektronischen Mess- und Qualitätssicherungssystemen für die Textilindustrie, „von der Faser bis zum fertigen Gewebe“.
- ▶ Die Aktien von Uster sind seit Oktober 2007 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange in Zürich kotiert (Reuters Ticker: USTN). Per 17. Februar 2012 existierten 8.46 Millionen kotierte Aktien mit einem Nennwert von CHF 9.4 pro Aktie.

Entwicklung der Ereignisse in Bezug auf die geplante Transaktion

- ▶ Am 8. November 2011 publizierte Toyota Industries Corporation ("Toyota") eine Voranmeldung für ein öffentliches Übernahmeangebot und kündigte darin an, den Aktionären von Uster ein öffentliches Kaufangebot zum Erwerb aller sich im Publikum befindenden Uster-Aktien zu einem Angebotspreis von CHF 38.0 zu unterbreiten.¹ Dieses Angebot wurde am 8. November 2011 vom Uster Verwaltungsrat abgelehnt.²
- ▶ Am 9. Februar 2012 kündigte Toyota an dass alle erforderlichen kartellrechtlichen Genehmigungen erteilt wurden. Der Erwerb einer 21,88%-Beteiligung in Uster von Groupe Alpha wurde am 15. Februar 2012 abgeschlossen.³ Seitdem hält Toyota 50,34% des Aktienkapitals und ist damit Mehrheitsaktionär.
- ▶ Am 20. Februar 2012 schlossen Toyota und Uster eine Transaktionsvereinbarung ab, worin im Wesentlichen folgendes vereinbart wurde:⁴
 - Toyota verpflichtete sich, den Angebotspreis von CHF 38.0 um CHF 6.0 auf (neu) CHF 44.0 zu erhöhen und Uster bzw. ihr Verwaltungsrat verpflichtete sich, das Angebot den Aktionären zur Annahme zu empfehlen.
 - Als Aktionär von Uster verpflichtete sich Toyota, einer vom Verwaltungsrat der Generalversammlung vom 12. April 2012 vorgeschlagenen Ausschüttung von CHF 2.50 pro Uster-Aktie zuzustimmen.
 - Diese Ausschüttung von CHF 2.50 pro Uster-Aktie gilt nicht als Verwässerungseffekt und reduziert folglich den Angebotspreis nicht.
 - Uster verpflichtet sich, die Best Price Rule einzuhalten.

¹ http://www.toyota-industries.com/news/2011/uster_technologies/pdf/111108pre_announcement-e.pdf

² http://www.uster.com/fileadmin/customer/investors/Media_Release/2011/20111108_Media_Release_on_announcement_final_E.pdf

³ http://www.toyota-industries.com/news/2011/uster_technologies/pdf/120209release-e.pdf

⁴ http://www.toyota-industries.com/news/2011/uster_technologies/pdf/120221release-e.pdf

Unser Auftrag

Erstellung einer Fairness Opinion bzgl. des Angebotspreises

- ▶ In dem auf der vorherigen Seite beschriebenen Kontext hat der unabhängige Verwaltungsratsausschuss von Uster Ernst & Young AG Schweiz ("Ernst & Young" oder "uns") mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Bestimmung des Unternehmenswertes von Uster sowie des impliziten Aktienwerts per 17. Februar 2012
- ▶ Die folgenden Verwaltungsratsmitglieder von Uster sind Mitglieder des unabhängigen Verwaltungsratsausschusses:
 - Max-Ulrich Zellweger, Präsident
 - Dr. Barry James Mulady
 - Dr. Geoffrey Scott
- ▶ Die Fairness Opinion basiert auf dem Angebotspreis von CHF 44.0 zuzüglich der vereinbarten Dividende von CHF 2.5 pro Uster-Aktie, d.h. ein Gesamtwert von CHF 46.5 pro Aktie. Da die Dividendenzahlungen direkt an die Inhaber der Uster-Aktien fliessen, wird diese Dividende für die Zwecke dieser Fairness Opinion als ein integrierter Bestandteil des Wertes einer Uster-Aktie angesehen.
- ▶ Unsere Leistungsvereinbarung mit Uster datiert vom 28. Oktober 2011.
- ▶ Diese Fairness Opinion wurde am 20. Februar 2012 abgeschlossen und berücksichtigt Ereignisse und Umstände bis zu diesem Zeitpunkt, einschliesslich der 2011er Jahresrechnung von Uster.

Unternehmensbeschreibungen und Industrieanalyse

- 3. Unternehmensbeschreibung
- 4. Ergebnisanalyse
- 5. Marktanalyse

Unternehmensbeschreibung

Aktionärsstruktur per 20. Februar 2012

Aktionär	Gehaltener Anteil am Eigenkapital
Toyota	50.34%
Management	8.41%
Sonstige	41.25%

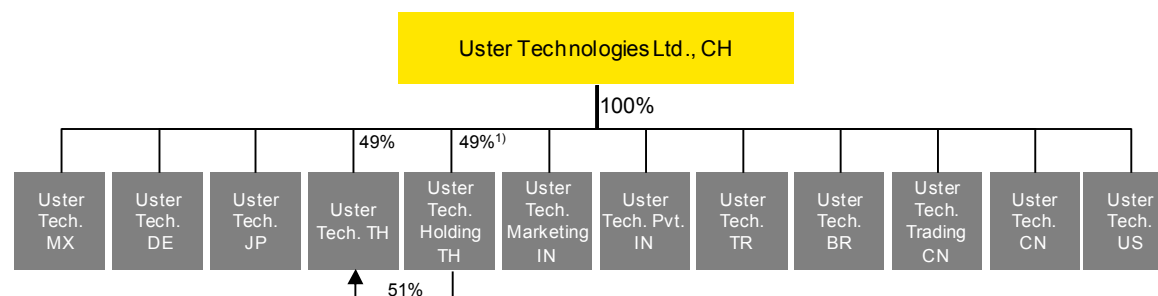
Quelle: SIX Swiss Exchange Homepage

Übersicht

- Uster wurde 1875 gegründet und beschäftigt per Dezember 2011 498 Mitarbeiter. Wie in der folgenden Grafik dargestellt, hält die Gruppe mehrere operative Einheiten in der ganzen Welt.

Unternehmensstruktur - Uster

Quelle: Firmenwebsite



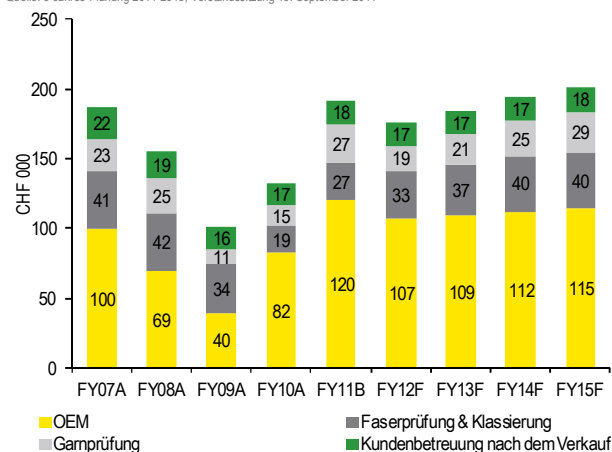
(¹) Gemäss thailändischem Gesetz werden 49% der Aktien direkt und 51% formal durch lokale Aktionäre gehalten.

- Unsere Bewertung wurde auf konsolidierter Stufe erstellt.
- Seit August 2011 hat Toyota seine Beteiligung in Uster auf 50.34% erhöht und ist zurzeit der Mehrheitsaktionär.

Unternehmensbeschreibung

Entwicklung der Umsätze nach Produktgruppen - FY07A - FY15F

Quelle: 5 Jahres-Planung 2011-2015, Vorstandssitzung 15. September 2011



- Die Uster-Gruppe liefert Produkte, Systeme und Dienstleistungen für die Qualitätskontrolle auf jeder Stufe der Textilverarbeitung.

Textile Wertschöpfungskette

Quelle: Management Informationen

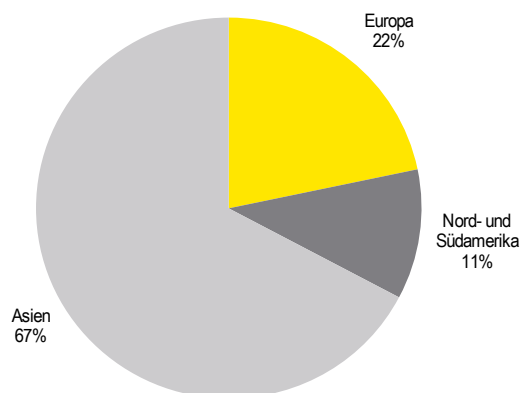


- Die Hauptkunden von Uster sind Hersteller von Endsystemen (OEM), auf welche rund 62% der FY10A Umsätze entfallen. Die restlichen Einnahmen stammen aus der Klassifizierung und Prüfung von Fasern (14.5%), Laborprüfung von Garnen (11.0%) sowie Dienstleistungen nach dem Verkauf (12.5%). Die Aufgliederung und Entwicklung des Netto-Umsatzes ist in der Grafik links präsentiert.
- Die Produkte des Unternehmens umfassen:
 - INTELLIGIN und HVI-Systeme zur Entkörnung und Klassifizierung von Baumwolle. Die USTER HVI 1000 Klassifizierung wird als Industriestandard anerkannt und Uster ist der exklusive Lieferant für das United States Department of Agriculture ("USDA") und das China Fiber Inspection Bureau ("CFIB");
 - HVI-Systeme und AFIS PRO zum Prüfen von Fasern;
 - TESTER und CLASSIMAT zum Prüfen von Garnen;
 - QUANTUM zur Garn-Reinigung und LAB-ONLINE für Total Quality Monitoring;
 - STATISTICS, eine umfassende Datenbank für Qualitätsmessungsstatistiken, deren Werte als Industrie-Benchmarks verwendet werden;
 - CLASSIMAT, TENSORAPID, TENSOJET und ZWEIGLE zur Qualitätssicherung von fertigen Geweben;
 - USTERIZED und INTELLIGENT SOURCING für intelligente Beschaffung;
 - Integrierte Daten-und Expertensysteme und After Sales Dienstleistungen.

Unternehmensbeschreibung

Split der Umsatzerlöse nach Regionen - FY10A

Quelle: Capital IQ



Beispiele für "White Area Projekte"

Auffrischen des Firmenimages, durch neue Produktbroschüren
Verbesserung der Firmen-Website
Management Fortbildung und Schulungen
Erneuerung des Intranets zur Verbesserung der internen Kommunikation
SAP-Einführung in den Tochtergesellschaften
Implementierung einer Budget-Software
Globale Standardisierung von HR-Verfahren

Geschäftsmodell

- Uster hat ein flexibles Geschäftsmodell etabliert, welches eine hohe Profitabilität gewährleistet. Während Kernaktivitäten wie Wissen, Systeme und Prozesse intern gehalten werden, werden die Komponentenfertigung und andere Nicht-Schlüssel-Aktivitäten ausgelagert. Dies ermöglicht Uster, ohne negative Auswirkungen auf die Gewinnmargen auf konjunkturelle Veränderungen der Nachfrage zu reagieren.
- Mit drei Technologiezentren in der Schweiz, USA und China, sieben regionalen Vertriebs- und Service-Unternehmen und 50 Agenten bedient Uster mehr als 4'000 Kunden in 75 Ländern.
- Wie in der Grafik links dargestellt, realisierte Uster zwei Drittel der FY10A Einnahmen in Asien. Da der Grossteil der Einnahmen in Schweizer Franken verrechnet wird, ist Uster Schwankungen der Wechselkurse nur schwach ausgesetzt.
- "White Area Projekte", welche in der Tabelle links aufgeführt sind, sind Projekte in den Bereichen F&E, Marketing oder IT zur Verbesserung der Effizienz sowie zur Ermöglichung von zukünftigem Wachstum. Diese Projekte können zu einem flexiblen Zeitpunkt durchgeführt werden.

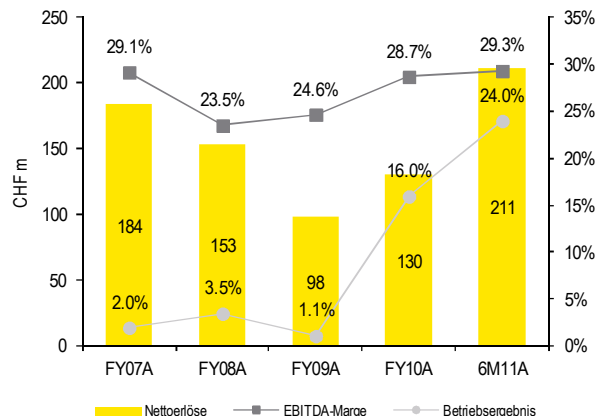
Fazit

Die Bewertung von Uster wurde auf konsolidierter Basis durchgeführt.

Ergebnisanalyse

Entwicklung der Umsätze und Profitmargen

Quelle: Jahresberichte FY10A, 6M11A, Business Plan



Hinweis: EBITDA und Gewinnmargen basieren auf Nettoerlösen (im Gegensatz zu Bruttoerlösen im Jahresbericht)

Historische Resultate⁵

Umsatz

- Im ersten Halbjahr 2011 erwirtschaftete Uster einen Nettoumsatz von CHF 105.6m, d.h. ein Umsatzwachstum von 72.2% im Vergleich zu den Vorjahreswerten (6M10A). Dieser Anstieg ist hauptsächlich auf die gestiegene Nachfrage von sowie die laufende Modernisierung durch asiatische Textil-Vermarkter wie auch die hohe Nachfrage nach dem Uster QUANTUM3 (Verkaufsstart im 3. Quartal 2010) zurückzuführen.
- Uster's Umsätze wurden nicht durch die Aufwertung des Schweizer Franken beeinträchtigt und Währungseffekte waren unbedeutend, da der Grossteil der Umsätze in CHF verrechnet wird. Darüber hinaus profitierte Uster von niedrigeren Kosten auf in EUR denominierten Materialien und Komponenten.
- Das flexible Geschäftsmodell erlaubt es Uster, Kapazitäten zügig auszubauen, um der wachsenden Nachfrage gerecht zu werden.

Margen

- Die EBITDA-Marge belief sich auf 29.3% des Nettoumsatzes im ersten Halbjahr 2011.
- Über den historischen Berichtszeitraum hat Uster EBITDA-Margen zwischen 23.5% und 29.3% generiert (FY07A bis 6M11A).

Cash-Flow

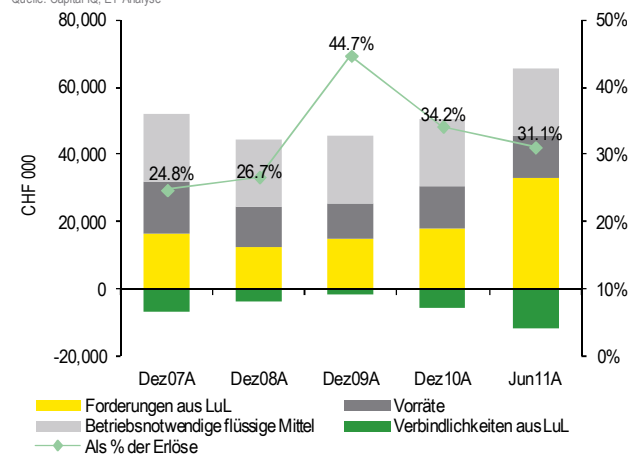
- Der operative Cash-Flows von CHF 22.5m per Juni 2011 wurde verwendet, um die Nettoverschuldung per Dezember 2010 von CHF 76.5m auf CHF 67.5m zu reduzieren.

5: Die historische Analyse basiert auf den neuesten veröffentlichten Ergebnissen von Uster für das erste Halbjahr 2011, da 2011 Zahlen zum Zeitpunkt der Ausstellung dieses Bericht noch nicht veröffentlicht wurden. Jedoch, für die Bewertung hatten wir Zugriff auf die tatsächlichen Abschlüsse für das Gesamtjahr 2011 und berücksichtigten diese in unserer Bewertungsanalyse.

Ergebnisanalyse

Entwicklung des NUV

Quelle: Capital IQ, EY Analyse



Nettoumlaufvermögen

- Über den Berichtszeitraum lag das Nettoumlaufvermögen zwischen 24.8% und 44.7% des Nettoumsatzes. Höhere Werte des NUV im Vergleich zum Umsatz in FY09A sind auf tiefere Verkäufe zurückzuführen, welche zu höheren Lagerbeständen führten.
- Basierend auf Management Informationen belaufen sich die betriebsnotwendigen flüssigen Mittel zur Finanzierung der laufenden Geschäftstätigkeit auf CHF 20m über den Berichts- und Prognosezeitraum.

Fazit

Das flexible Geschäftsmodell ermöglicht es Uster, ohne negative Auswirkungen auf die Gewinnmargen auf konjunkturelle Veränderungen der Nachfrage zu reagieren. So z.B. in 2009 als Umsätze um 35.9% zurückgingen und die y-o-y EBITDA-Margen trotzdem stiegen.

Marktanalyse

Marktpositionierung

- ▶ Uster wird international als Marktführer für die Herstellung von Qualitätsprüfungs- und Zertifizierungsprodukten für die Textilindustrie anerkannt.
- ▶ Uster's STATISTICS Datenbank hat sich zum unumstrittenen Industrie-Standard entwickelt und gewährt Uster eine starke Marktposition.
- ▶ Als exklusiver Zulieferer für das USDA und das CFIB hat Uster eine starke Position bei der Klassifizierung von Baumwolle.
- ▶ Durch die einzigartige Marktpositionierung hat Uster eine begrenzte Anzahl von Wettbewerbern und geniesst eine hohe Preissetzungsmacht.
- ▶ Da F&E der wichtigste Wachstumsmotor in Prüf- und Mess-Märkten ist, investiert Uster kontinuierlich rund 10% des Umsatzes in F & E-Aktivitäten, was zu einem starken Portfolio an Patenten und Marken führt.

Marktzyklen

- ▶ Etwa 45% von Uster's Umsätzen werden durch die Textil-Konjunktur beeinflusst, welche sich vor allem im Vertrieb von Maschinen an OEMs messen lässt.
- ▶ Basierend auf den Analyseberichten von Credit Suisse, Vontobel, MainFirst und Berenberg erreicht der Konjunkturzyklus für Textil- und Garn produzierende Maschinen im Jahr 2011 voraussichtlich einen Höchststand, was zu rückläufigen Absatzmengen in FY12 führen wird. Die aktuelle Ersatzwelle von halbautomatischen Wicklern, die voraussichtlich noch mindestens ein weiteres Jahr dauert, kompensiert teilweise den erwarteten Abschwung.
- ▶ Die asiatischen Märkte haben im Jahr 2011 stark zur Entwicklung der Märkte für Textil und Garn produzierende Maschinen beigetragen. Derzeit stellen viele asiatische Unternehmen von semi-automatische auf automatische Wickler um. Dennoch wird für 2012 ein Rückgang der Einnahmen aus den asiatischen Märkten erwartet, wobei von einer Stabilisierung der Umsatz- und Wachstumsraten auf langfristigem und nachhaltigem Niveau ausgegangen wird.

Marktanalyse

Benchmarkanalyse

- Die nachfolgende Tabelle zeigt basierend auf Zahlen des letzten Geschäftsjahres ("LFY") die wichtigsten Kennzahlen und Margen von Uster und einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen. Für weitere Details bezüglich der ausgewählten Vergleichsgruppe verweisen wir auf Anhang B dieses Berichts.

Benckmarking Analyse – vergleichbare Unternehmen – LFY

In Prozent	EBITDA-Marge (%)*	EBITA-Marge (%)*	EBIT-Marge (%)*	Bruttogewinn-marge (%)*	Reingewinn-marge (%)*	Capex (als % der Umsätze)	Fremdkapital zu Eigenkapital (%)	NUV (als % der Umsätze)**
Picanol NV	14.0	12.0	11.8	20.7	8.9	0.9	12.7	13.9
Rieter Holding AG	8.8	4.0	3.8	52.7	1.1	3.9	57.8	15.8
OC Oerlikon Corporation AG	7.6	3.3	2.2	22.6	0.1	3.2	74.1	17.7
Schweiter Technologies AG	10.1	7.3	6.9	49.8	5.5	2.4	1.3	20.4
Intertek Group plc	20.1	16.4	15.4	20.3	9.4	4.4	80.4	15.2
SGS SA	22.2	18.2	17.7	46.6	12.4	4.8	26.4	17.3
Mettler-Toledo International, Inc.	18.9	17.4	17.1	52.7	11.8	3.8	89.0	22.8
Cognex Corporation	29.4	27.8	26.1	73.3	21.1	2.0	0 -	19.8
Oxford Instruments plc	12.2	10.7	8.9	41.7	12.3	2.2	12.8	22.6
Spectris plc	17.5	15.9	14.3	58.4	10.7	2.1	29.6	22.7
Toyota Tsusho Corp.	2.3	1.8	1.5	5.8	0.8	0.4	125.0	9.4
MTS Systems Corp.	12.8	10.2	9.7	41.0	5.0	3.0	25.1	32.8
Bureau Veritas SA	18.8	16.7	15.6	33.3	9.9	2.6	153.4	20.2
Uster Technologies AG	28.7	26.8	15.2	59.3	16.0	2.6	43.9	18.8
Minimum	2.3	1.8	1.5	5.8	0.1	0.4	0 -	9.4
Median	14.0	12.0	11.8	41.7	9.4	2.6	29.6	19.8
Maximum	29.4	27.8	26.1	73.3	21.1	4.8	153.4	32.8

Quelle: Capital IQ

Anmerkungen: * Die Margen basieren auf Nettoumsätzen

** NUV wurde exklusive betriebsnotwendiger flüssiger Mittel berechnet

- Uster erwirtschaftet höhere EBITDA-, Bruttogewinn- und Netto-Margen als die Hauptkonkurrenten, mit Ausnahme von Cognex. Hohe Margen ergeben sich aus einer äusserst starken Wettbewerbsposition, welche eine hohe Preissetzungsmacht ermöglicht.
- Investitionsausgaben und NUV in Prozent des Umsatzes stehen im Einklang mit dem Industriedurchschnitt.
- Trotz einer Reduktion der langfristigen Verbindlichkeiten in FY11 übersteigt Uster's Fremdkapitalanteil den Mittelwert der Vergleichsgruppe. Nichtsdestotrotz decken die Geldflüsse aus betrieblicher Tätigkeit die Zinsen auf verzinslichen Verbindlichkeiten.

Grundlagen der Bewertung

6. Bewertungsmethoden und -vorgehen

Bewertungsmethoden und -vorgehen

Aktienkapitalstruktur von Uster zum 17. Februar 2012

	Anzahl relevanter Aktien
Ausstehende Aktien	8'460'000
Mitarbeiteroptionen (RSUs) (maximal auszugebende Anzahl: 320'000)	295'500
Gesamtzahl relevanter Aktien, auf vollständig verwässerter Basis	8'755'500

Quelle: SIX Swiss Exchange Website, Uster Management

Bewertungsansätze

Ertragswertverfahren (DCF Methode)	Primäre Methode
Marktwertansatz (Trading und Transaction Multiples)	Plausibilitätschecks

Quelle: EY Analyse

Grundsätze

- ▶ Ziel der Bewertung ist es, den Wert einer Aktie von Uster zum 17. Februar 2012 zu bestimmen.
- ▶ Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital von Uster aus 8'460'000 kotierten Aktien. Darüber hinaus hat die Gruppe im Mai 2010 einen Mitarbeiterbeteiligungsplan bestehend aus Restricted Share Units ("RSU") eingeführt, welcher es ausgewählten Mitarbeitern ermöglicht, Uster-Aktien zu einem Preis von CHF 9.4 pro Aktie zu erwerben. Diese Optionen können im Jahr 2013 oder unter anderem im Falle eines Kontrollwechsels ausgeübt werden. Ein Kontrollwechsel wird definiert als die Übernahme durch eine oder mehrere Personen, welche in gemeinsamer Absprache handeln, von Aktien, die zusammen mit von dieser Person oder Gruppe gehaltenen Aktien mehr als 5% des gesamten Grundkapitals oder Gesamtstimmenzahl bilden. In diesem Sinne ist ein erfolgreiches öffentliches Übernahmeangebot von Toyota als ein Kontrollwechsel zu qualifizieren.
- ▶ Zum Bewertungsstichtag sind 295'500 RSUs ausstehend. Diese müssen in der Anzahl der Aktien auf einer vollständig verwässerten Basis berücksichtigt werden, da die Option „in-the-money“ ist.

Vorgehen

- ▶ Die nachstehenden Absätze illustrieren den theoretischen Rahmen für unsere Bewertung einer Uster-Aktie. In den nachfolgenden Kapiteln zeigen wir die aktuelle Anwendung unseres Ansatzes auf Uster.
- ▶ Um den Wert der Uster-Aktien zu ermitteln, wurde das Ertragswertverfahren als primäre Bewertungsmethode verwendet. Das Ertragswertverfahren erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail modelliert werden. Insbesondere wurde die Discounted Cash Flow ("DCF")-Methode als primäre Bewertungsmethode für das operative Geschäft eingesetzt. Gemäss Management hält Uster keine nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände, mit Ausnahme von überschüssigem Bargeld.
- Zudem wurden die Schlüsselannahmen zu den Businessplänen anhand von Industriebenchmarks und Managementdiskussionen plausibilisiert.

Bewertungsmethoden und -vorgehen

- Um unsere Bewertungsanalyse weiter zu untermauern, wurden zusätzliche Werte von Uster-Aktien am Bewertungstag durch Multiplikatoren-Analyse anhand vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Trading Multiples), sowie Transaktionen (Transaction Multiples) ermittelt. Allerdings besitzen Marktwertansätze in der Regel nur eine begrenzte Belastbarkeit und werden daher nur für Plausibilitäts-Zwecke verwendet.

Fazit

Den marktgerechten Wert einer Uster-Aktie haben wir basierend auf den Ergebnissen von verschiedenen Bewertungsmethoden ermittelt, wobei wir uns dabei auf die DCF-Methode als primäre Bewertungsmethode abstützen.

Um von uns als finanziell fair beurteilt zu werden, muss das öffentliche Kaufangebot innerhalb dieser Bandbreite an Werten liegen.

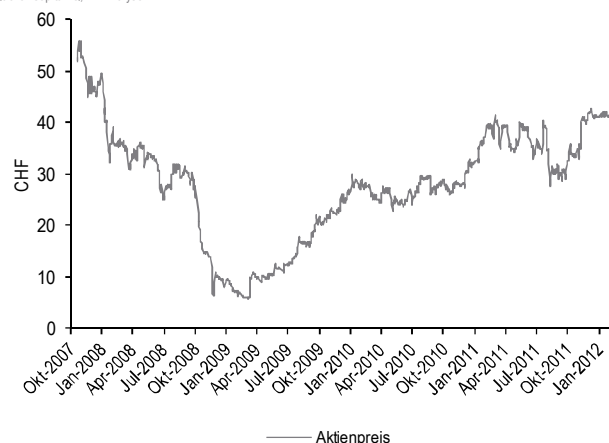
Wertüberlegungen

7. Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse
8. Diskontierte Cashflow Methode
9. Trading / Transaction Multiples Methode

Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse

Entwicklung des Aktienpreises seit Oktober 2007

Quelle: Capital IQ, EY Analyse



Analyse des Aktienpreises

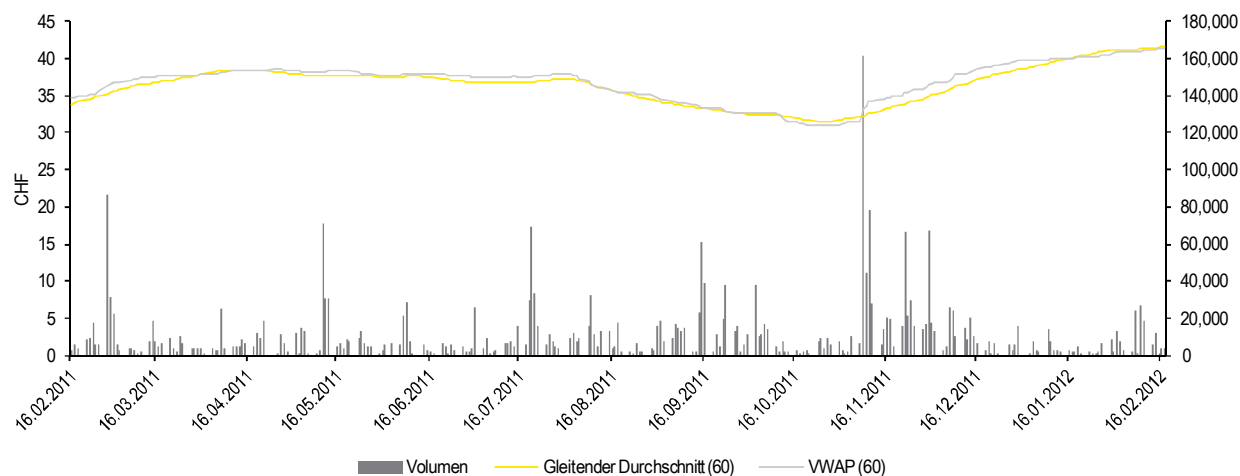
- Die nachfolgende Abbildung zeigt den historischen Verlauf des Aktienpreises von Uster seit der Börseneinführung im Oktober 2007. Der Schlusskurs der Uster-Aktie am 17. Februar 2012 betrug CHF 43.55.
- Der höchste in dieser Periode erreichte Kurs betrug CHF 56.0 je Aktie (24. Oktober 2007), der tiefste lag bei CHF 5.8 (5. März 2009).

VWAP

- Um den berechneten Aktienwert zu plausibilisieren, berechneten wir den 60-Tage-VWAP für Uster. Der 60-Tage-VWAP wird als der volumengewichtete Durchschnittskurs aller während der letzten 60 Handelstage ausgeführten On-Orderbook-Transaktionen definiert.
- Für die Bewertung wurde der 60-Tage-VWAP von Uster per 17. Februar 2012 berechnet (CHF 41.4). Demgegenüber steht der volumengewichtete tägliche Durchschnittspreis von CHF 41.6 zum gleichen Datum.

Entwicklung von Uster's 60-Tage-VWAP (LTM) und Handelsvolumen

Quelle: Bloomberg



Aktienpreis- und Liquiditätsanalyse

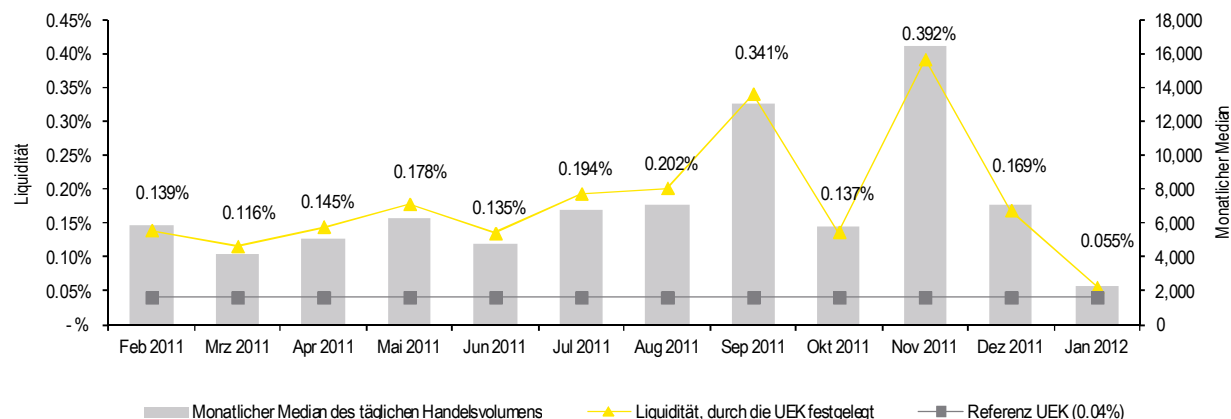
- Für die Best Price Regel gilt der VWAP gemäss Definition von der Übernahmekommission am Tag der Voranmeldung des öffentlichen Übernahmenangebotes, also am 8. November 2011, als relevant. Zu diesem Zeitpunkt lag der Uster 60-Tage-VWAP gemäss Übernahmekommission bei CHF 33.1.

Liquiditätsanalyse

- Untenstehende Grafik zeigt das Handelsvolumen für die Zwölf-Monats-Periode zwischen Februar 2011 und Januar 2012. Über den Betrachtungszeitraum lag das Handelsvolumen von Uster konstant über dem Liquiditätsschwellenwert (0.04% gemäss Rundschreiben Nummer 2 der Schweizerischen Übernahmekommission „Liquidität im Sinne des Übernahmerechts“⁶). Uster's Aktien gelten demnach als liquide.
- Die Daten für unsere VWAP Berechnung stammen von Bloomberg, einer Quelle die wir als vertrauenswürdig einschätzen. Die Daten für unsere Liquiditätsanalyse stammen von der SIX Swiss Stock Exchange, wie von der Schweizer Übernahmekommission verlangt.

Handelsvolumen – Februar 2011 bis Januar 2012

Quelle: Six Swiss Exchange, EY Analyse

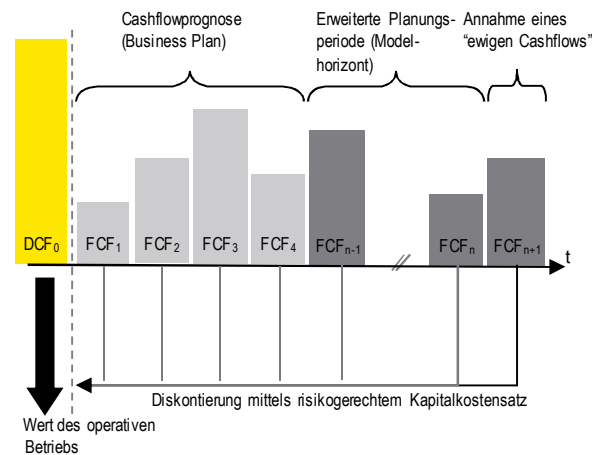


⁶ <http://www.takeover.ch/legaltexts/overview/lang/en>

Diskontierte Cashflow Methode

DCF Method

Quelle: EY



DCF Methode

- Wie bereits erwähnt, gilt die DCF Methode als die relevanteste und angemessenste Methode. Folglich wurde diese Methode als unser primärer Ansatz angewendet.
- Wie in der Grafik links dargestellt, bestimmt die DCF Methode (Bruttoansatz) den Unternehmenswert mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cash-Flows mit dem gewichteten Gesamtkapitalkostensatz.
- Zur Bewertung des Eigenkapitals wird der Marktwert aller verzinslichen Verbindlichkeiten und Minderheitsbeteiligungen per Bilanzstichtag vom Bruttounternehmenswert abgezogen. Umgekehrt wurden alle nicht-operativen Vermögenswerte einschliesslich überschüssiger flüssiger Mittel addiert, um den Eigenkapitalwert zu ermitteln.
- Der berechnete Wert pro Aktie resultiert durch die Division des Eigenkapitalwertes mit der jeweiligen Anzahl ausstehender Aktien und RSUs.

Schlüsselannahmen

Hauptannahmen des Business Plans

Position	Durchschnitt Planungsperiode	Residualjahr
CAGR	1.0%	1.2%
EBITDA-Marge	32.1%	30.0%
Gesamtes NUV / Nettoerträge	28.9%	28.4%
Capex / Nettoerträge	1.6%	1.6%

Quelle: Management, EY Analyse

Bewertungsparameter

► Folgende Annahmen wurden für die Bewertung getroffen:

- Bewertungszeitpunkt: 17. Februar 2012
- Währung: Schweizer Franken („CHF“)
- Steuersatz: Effektiver Steuersatz von 17%
- Verlustvortrag: Zum 17. Februar 2012 gab es keine Verlustvorträge
- Überschüssige flüssige Mittel: laut Management gelten flüssige Mittel in Höhe von CHF 20m als betriebsnotwendig und sollten im Umlaufvermögen enthalten sein. Der verbleibende Betrag wird als überschüssige flüssige Mittel angesehen.
- Nicht-operatives Vermögen: gemäss Management hält Uster keine nicht-betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände, mit Ausnahme von überschüssigen flüssigen Mitteln.
- Umsatzwachstum: Es wird angenommen, dass die Einnahmen über den expliziten Planungszeitraum um jährlich 1% (CAGR) wachsen.

Businessplan

- Der vom Uster Management erstellte Businessplan bildet die Basis zur Ermittlung des Wertes von Uster per 17. Februar 2012. Der Businessplan wurde vom Uster-Management und vom Verwaltungsrat genehmigt.
- Die explizite Planungsperiode erstreckt sich über vier Jahre, d.h. den Zeitraum FY12B-FY15F. Da die Cash-Flows von Uster durch die zyklische Natur des Textilmaschinen-Geschäft beeinflusst werden, haben wir basierend auf den Durchschnittswerten von FY11A-FY15F normalisierte Cash-Flows für FY16F hergeleitet. Dieser Mittelwert dient als Grundlage zur Bestimmung langfristiger Cash-Flows.
- Zur Berücksichtigung von Uster's „going-concern“ Annahme (d.h. ewiges Wachstum) im normalisierten Jahr (FY16F) wird die nachhaltige Wachstumsrate dem langfristigen, umsatzgewichteten risikolosen Zinssatz gleichgesetzt (basierend auf den Umsatzwährungen analog der WACC-Rechnung).
- Die Tabelle links zeigt die wesentlichen Annahmen für den expliziten Prognosezeitraum sowie den Residualwert.

Schlüsselannahmen

Umsatz

- ▶ Der Textil-Konjunkturzyklus erreicht voraussichtlich 2011 einen Höchststand, was zu rückläufigen Absatzmengen in FY12 führt. Erlöse aus dem Verkauf von Offline-Laborsystemen, Nachrüst- und Faser-Klassierungsmaschinen, Dienstleistungen und Verkauf von Ersatzteilen sowie der aktuellen Ersatzwelle von halbautomatischen Wicklern, die voraussichtlich noch ein weiteres Jahr dauert, kompensieren teilweise den erwarteten Abschwung. Ab FY13 werden die Umsätze voraussichtlich wieder ansteigen.

EBITDA

- ▶ Aufgrund des flexiblen Geschäftsmodells, welches Uster ermöglicht, schnell auf konjunkturelle Veränderungen der Nachfrage zu reagieren, bleiben die EBITDA-Margen über die Zeit voraussichtlich relativ konstant.

Investitionen (Capex)

- ▶ Gemäss Annahme vom Management, belaufen sich die Investitionen über die Planungsperiode auf 1.6% der Netto-Umsätze.

Nettoumlaufvermögen (NUV)

- ▶ Das NUV wurde von Ernst & Young hergeleitet und basiert auf den uns vom Uster Management zur Verfügung gestellten Planbilanzen. Das NUV beinhaltet betriebsnotwendige flüssige Mittel in Höhe von CHF 20m zur Finanzierung des operativen Geschäfts. Über die Planungsperiode beläuft sich das operative NUV auf durchschnittlich 16.1% der Nettoumsätze (28.9% für das gesamte NUV).
- ▶ Ab FY16F lassen wir die Veränderung des NUV mit dem Umsatzwachstum des normalisierten Jahres ansteigen.

Nettofinanzverbindlichkeiten

- ▶ Aufgrund von geplanten Kreditrückzahlungen in Höhe von CHF 10m pro Jahr wird von einem Rückgang der Nettofinanzverbindlichkeiten über den Prognosezeitraum ausgegangen.
- ▶ Für die Bewertung berücksichtigten wir Uster's gesamte verzinslichen Verbindlichkeiten abzüglich nicht betriebsnotwendigen Barmitteln.

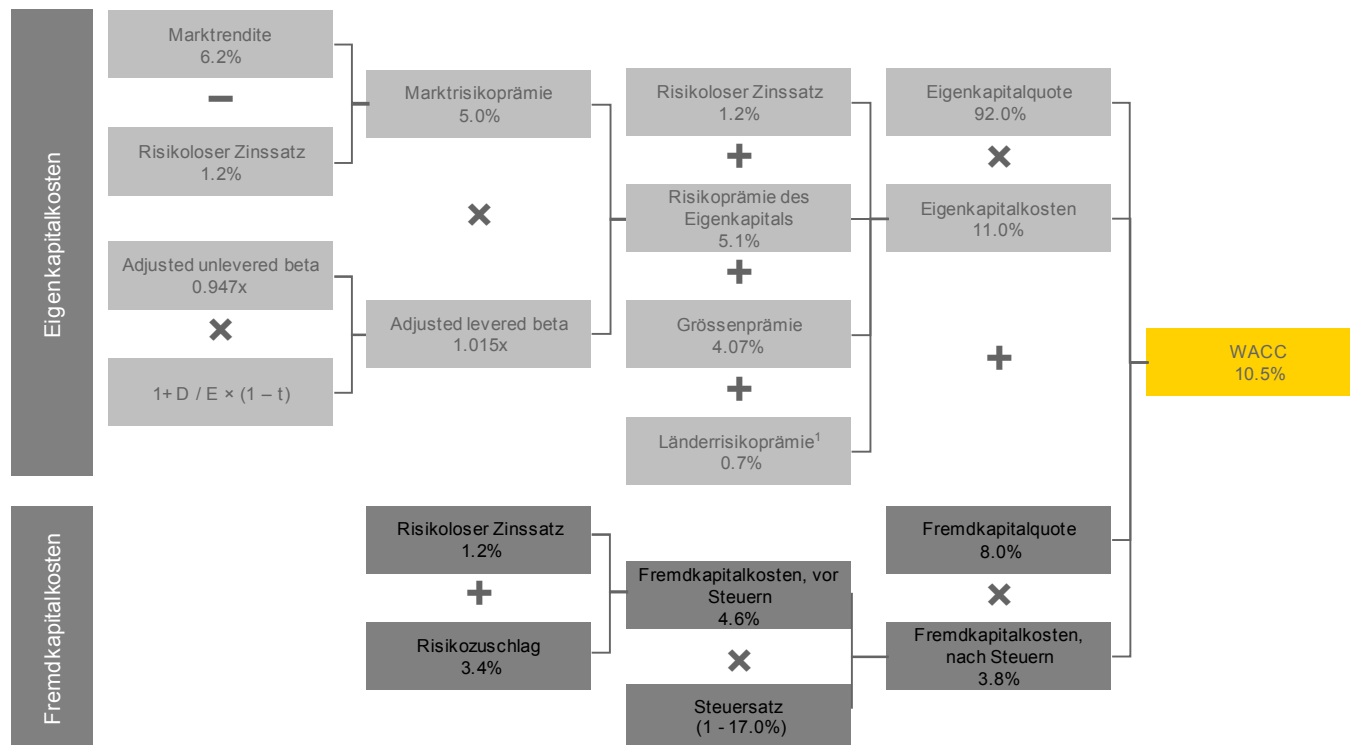
Diskontierungssatz

Kapitalkosten

- Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden gemäss Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet. Die Fremdkapitalkosten wurden um den effektiven Steuersatz von 17% adjustiert, da in der Bewertung die Steuern auf den EBIT berechnet werden. Der WACC für Uster wird entsprechend nachfolgend illustrierter Formel berechnet.

Berechnungsschema für den WACC für Uster

Quelle: Ernst & Young



Hinweise:

1 Eine Länderrisikoprämie wird nur bei Unsicherheiten oder erhöhtem Risiko durch internationale Unternehmenstätigkeit berücksichtigt (d.h. in Entwicklungsländern)

2 Abkürzungen: D: Fremdkapitalquote / E: Eigenkapitalquote / t: Steuersatz

Diskontierungssatz

- Nachfolgend werden die Elemente des steueradjustierten WACC beschrieben.

Eigenkapitalkosten, per 17. Februar 2012

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle / Kommentare
Risikoloser Zinssatz (r_f)	1.2%	Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation. Umsatzgewichtete risikolose Zinssätze der Haupt-Umsatzwährungen, d.h. CHF (70%) und USD (30%). $r_f = 70\% \cdot r_{CHF} + 30\% \cdot r_{USD}$	Implizite Rendite einer 10-jährigen schweizerischen Staatsanleihe (Quelle: Capital IQ).
Adjustiertes "unlevered" Beta (β_U)	0.947	Der Beta Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas wurden am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer Kapitalstruktur „unlevered“. Der Prozess des „unlevering“ bereinigt die Betas und neutralisiert Effekte, die durch die unterschiedliche Fremdkapitalstruktur entstehen. Formel: $\beta_U = \text{adjustiertes Beta} / (1 + D/E \cdot (1 - t))$.	Das adjustierte „unlevered“ Beta basiert auf dem Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang B (Quelle: Capital IQ).
Adjustiertes "relevered" Beta (β_L)	1.015	Um das systematische Risiko zu errechnen, wird das adjustierte „unlevered“ Beta entsprechend der Zielkapitalstruktur „relevered“. Formel: $\beta_L = \beta_U \times (1 + D/E) \times (1 - t)$	Gemäss Modigliani und Miller
Marktrisikoprämie (MRP)	5.0%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrundeliegenden Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg. Formel: $MRP = E(R_m) - r_f$ (Marktstudien)	Marktrisikoprämie, gemäss Marktstudien.
Grössenprämie (s_p)	4.07%	Empirische Studien haben gezeigt dass kleinere Unternehmen (in Bezug auf die Kapitalisierung) im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig Überrenditen erzielen, die nicht durch das CAPM, also das systematische Risiko, erklärt werden können. Generell sind höhere Renditen langfristig nur durch höhere Risiken zu realisieren. Für das höhere Risiko verlangen die Kapitalgeber eine höhere Entschädigung. Um die erhöhte Renditeforderung bei einer Firma wie Uster zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor.	Grössenzuschlag für KMU unter USD 477m Marktwert (Ibbotson SBBi Yearbook 2011 – Morningstar)
Länderrisikoprämie (CRP)	0.7%	Das Länderrisiko bezieht sich auf das zusätzliche Risiko durch internationale, anstatt lokale Investitionen. Um diese Unsicherheiten oder erhöhtes Risiko auszugleichen werden die durchschnittlichen CRPs durch den FY11 Umsatzmix gewichtet.	Damodaran online / Management Informationen
Eigenkapitalkosten (k_e)	11.0%	Formel: $k_e = r_f + \beta_L \times MRP + s_p + CRP$	

Diskontierungssatz

Fremdkapitalkosten, per 17. Februar 2012

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle / Kommentare
Risikoloser Zinssatz (r_s)	1.2%	Schweizer 10-Jahre Festzins gegen variablen Zins-Swapsatz in CHF.	Capital IQ
Risikozuschlag für FK (c_s)	3.4%	Der Risikozuschlag wurde über den Spread von Fremdkapital, welches mit einem BBB Rating eingestuft ist, hergeleitet.	Capital IQ
Fremdkapitalkosten (k_d)	4.6%	Formel: $k_d = r_s + c_s$	

WACC, Kapitalstruktur und Steuersatz, per 17. Februar 2012

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quelle / Kommentare
Eigenkapitalquote (E)	92.0%	EK-Anteil gemäss Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Capital IQ).	Gemäss Median der Vergleichsgruppe (Quelle: Capital IQ)
Fremdkapitalquote (D)	8.0%	FK-Anteil gemäss Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Capital IQ).	Gemäss Median der Vergleichsgruppe (Quelle: Capital IQ)
Steuersatz (t)	17.0%	Der Steuersatz entspricht dem Steuersatz für Uster (Management Information).	
WACC	10.5%	Formel: $WACC = k_e \times E + k_d \times D \times (1 - t)$	

Bewertungsergebnisse

Discounted Cash-Flow Analyse

Währung: CHF 000

Summe der diskontierten freien Cash-Flows - Planungsperiode	185'611
Summe der diskontierten freien Cash-Flows - Residualwert	325'417
Unternehmenswert	511'029
Nicht betriebliche Vermögenswerte	-
Ausübbarer Mitarbeiteroptionen	2'401
Nettofinanzverbindlichkeiten	(60'491)
Passive latente Steuern	(26'893)
Eigenkapitalwert (100%)	426'047
Anzahl Aktien	8'755'500
Preis pro Aktie (in CHF) (Kontrollbasis)	48.7

Quelle: Uster, E&Y Analyse

Bewertungsergebnisse – DCF Methode

- ▶ Die Tabelle links zeigt die Ergebnisse der DCF Analyse.
- ▶ Basierend auf den beschriebenen Informationsgrundlagen, Gesprächen mit dem Management von Uster sowie eigenen Überlegungen haben wir mittels der DCF Methode einen Eigenkapitalwert per 17. Februar 2012 von CHF 426m ermittelt.
- ▶ Zur Herleitung des Eigenkapitalwerts von Uster wurde der Unternehmenswert wie folgt angepasst:
 - Cash-Zufluss aus der Ausübung von Aktienoptionen (RSU) in FY13F.
 - Nettofinanzverbindlichkeiten, bestehend aus verzinslichem Fremdkapital abzüglich der nicht betriebsnotwendigen flüssigen Mitteln und Finanzanlagen.
 - Passive latente Steuern auf Abschreibungen von immateriellen Vermögenswerten aus früheren Akquisitionen. Da die Steuern im Businessplan auf Basis vom EBIT berechnet werden, wurde der Unternehmenswert um den Fair Value dieser Steuernachzahlungen über die Nutzungsdauer der Vermögenswerte angepasst.
- ▶ Ausgehend von 8'460'000 ausstehenden Aktien und 295'500 ausgegebenen RSUs haben wir einen Wert von CHF 48.7 je Uster-Aktie ermittelt.
- ▶ Die Sensitivität des Aktienpreises auf Veränderungen des Zinssatzes, der Wachstumsraten und EBITDA-Margen wird im Anhang C dieses Berichts dargestellt.
- ▶ Basierend auf den Sensitivitätsanalysen und unseren Einschätzungen ergibt sich für den DCF-Wert einer Uster-Aktie eine Wertspanne von CHF 46.0 bis 51.0.

Fazit

Bei Anwendung der Marktwertmethode ergibt sich ein Wert pro Uster-Aktie von CHF 48.7 per 17. Februar 2012.

Basierend auf den Sensitivitätsanalysen und unseren Einschätzungen ergibt sich für den DCF Wert einer Uster-Aktie eine Wertspanne von CHF 46.0 bis 51.0.

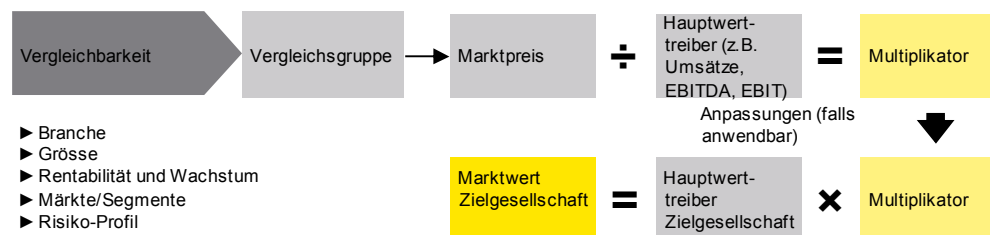
Trading / Transaction Multiples Methode

Marktwertmethode: Trading / Transaction Multiples

- ▶ Um unsere DCF-Bewertungsanalyse zu untermauern, wurde zusätzlich die Marktwertmethode angewendet (Trading und Transaction Multiples).
- ▶ Diese Methode wird häufig angewendet, um den Unternehmenswert durch Anwendung von Multiplikatoren auf die wesentlichen Gewinngrössen des Unternehmens zu ermitteln. Diese Multiplikatoren sind entweder Trading Multiples basierend auf vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen oder Transaction Multiples basierend auf Fusionen und Übernahmen in der gleichen Branche.
- ▶ Im Rahmen der Trading Multiple Analyse wird das analysierte Unternehmen mit einer Auswahl ähnlicher börsenkotierter Unternehmen verglichen. Die Grundlage unserer Trading Multiples Analyse liefert die Identifikation von Unternehmen mit vergleichbarem Geschäftsbetrieb. Diese Methode wird in der folgenden Grafik beschrieben.

Trading Multiple Methode

Quelle: EY



- ▶ Im Rahmen der Transaction Multiple Analyse wird das analysierte Unternehmen mit einer sinnvollen Auswahl von Unternehmenstransaktionen verglichen, wo dem analysierten Unternehmen ähnliche Unternehmen erworben oder zusammengelegt wurden. Unsere Analyse umfasst fünf Transaktionen, bei denen Unternehmen mit ähnlichem Geschäftsbetrieb erworben wurden (siehe Anhang D für weitere Details).
- ▶ Um die DCF Bewertung zu plausibilisieren, wählt Ernst & Young aus folgenden Gründen in der Regel EBITDA-Multiples:
 - Umsätze geben keine Hinweise auf die Kostenstruktur eines Unternehmens;

Trading / Transaction Multiples Methode

- EBIT könnte von unterschiedlichen Abschreibungsgrundsätzen und Höhe der Sachanlagen beeinflusst werden.
- Für die vergleichbaren Transaktionen standen leider keine relevanten Informationen bezgl. EBITDA zur Verfügung. Wir haben daher EBIT Multiplikatoren verwendet.

Bewertungsergebnisse

Trading Multiple Bewertung - Uster

Währung: CHF 000	FY11	FY12
EBITDA	59'690	54'653
EBITDA-Multiple	10.1x	9.7x
Unternehmenswert	601'216	527'672
Nicht betriebliche Vermögenswerte	-	-
Ausübende Mitarbeiteroptionen	2'401	2'401
Nettofinanzverbindlichkeiten	(60'491)	(60'491)
Passive latente Steuern	(26'893)	(26'893)
Eigenkapitalwert (100%)	516'234	442'690
Anzahl Aktien	8'755'500	8'755'500
Preis pro Aktie (in CHF)	59.0	50.6

Quelle: Capital IQ, Ernst & Young Berechnungen

Marktwertansatz

- Um die DCF Bewertung zu plausibilisieren, wurde der Wert der Uster-Aktien aufgrund von Trading und Transaction Multiples ermittelt.

Vergleichsgruppe

- Die Vergleichsgruppe umfasst Unternehmen, die als hinreichend vergleichbar mit Uster eingestuft wurden. Folgende Merkmale wurden berücksichtigt, um die vergleichbaren Unternehmen zu identifizieren: Branche, Grösse, Rentabilität und Wachstum, Märkte / Segmente, Risiko-Profil.
- Ebenso wurden Unternehmen einbezogen, die vom Uster-Management als Wettbewerber angesehen oder als Performance-Benchmark verwendet wurden.
- Da kein direkt vergleichbares Unternehmen für Uster identifiziert werden kann, umfasst die Peer-Group zwei verschiedene Kategorien:
 - Hersteller von Textilmaschinen und Geräten
 - Prüf- und Messverfahren
- Die Vergleichsgruppe besteht aus vier börsennotierten Unternehmen aus der Textilmaschinenindustrie sowie neun öffentlich gehandelten Unternehmen aus dem Prüf- und Mess-Sektor. Die den Trading Multiples zugrunde liegenden Daten wurden von Capital IQ entnommen. Eine detaillierte Übersicht der Vergleichsgruppe sowie der relevanten Informationen wird im Anhang B und D gezeigt.

Trading Multiple Methode

- Der Median EBITDA Multiplikator für FY11 und "forward-looking" Multiplikator für FY12 wurde jeweils auf Uster's aktuellen EBITDA für FY11 und budgetierten EBITDA für FY12 angewendet.
- Die Tabelle links zeigt die Herleitung des Wertes für Uster anhand des Trading Multiple Ansatzes.

Bewertungsergebnisse

Transaction multiple Bewertung - Uster

Währung: CHF 000	FY11
EBIT	41'360
EBIT-Multiple	12.0x
Unternehmenswert	496'320
Nicht betriebliche Vermögenswerte	-
Ausübende Mitarbeiteroptionen	2'401
Nettofinanzverbindlichkeiten	(60'491)
Passive latente Steuern	(26'893)
Eigenkapitalwert (100%)	411'338
Anzahl Aktien	8'755'500
Preis pro Aktie (in CHF)	47.0

Quelle: Capital IQ, Ernst & Young Berechnungen

Transaction Multiple Methode

- ▶ Zur Ermittlung geeigneter Transaction Multiples hat Ernst & Young Capital IQ und Mergermarket nach Fusionen und Übernahmen in der Textilmaschinenindustrie und dem Prüf- und Mess-Sektor zwischen 2006 und 2011 durchsucht. Darüber hinaus haben wir den von Baird im Juni 2011 veröffentlichten Bericht "*Test and measurement report, a middle-market perspective on the test and measurement industry*" berücksichtigt.
- ▶ Die Gruppe von Transaction Multiples umfasst fünf abgeschlossene Transaktionen, bei denen Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen mit ähnlicher Geschäftstätigkeit zu Uster erworben wurden. Eine detaillierte Übersicht der identifizierten Transaktionen wird im Anhang D gezeigt.
- ▶ Angesichts des Mangels an verfügbaren Informationen bezgl. EBITDA hat Ernst & Young den Median EBIT Transaction Multiple auf Uster's EBIT für 2011 angewandt. Allerdings standen diese Informationen nur für eine Transaktion zur Verfügung. Die nebenstehende Tabelle zeigt dennoch die Herleitung des Wertes für Uster anhand des Transaction Multiple Ansatzes.

Bewertungsergebnisse – Marktwertmethode

- ▶ Anhand der Trading Multiple Analyse mit den Ist-2011 und „forward looking“ 2012 EBITDA Multiplikatoren berechnen wir eine Wertspanne von CHF 50.6 – 59.0 für eine Aktie in Uster.
- ▶ Aus der Transaction Multiple Analyse ergibt sich ein Wert von CHF 47.0 je Aktie in Uster.

Fazit

Marktwertansätze haben nur begrenzte Erklärungskraft und werden nur für Plausibilitätszwecke eingesetzt.

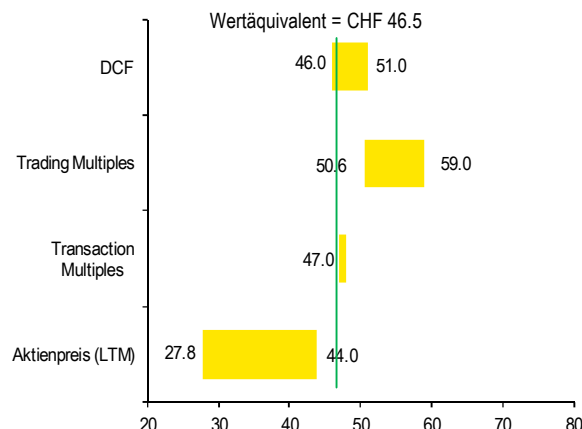
Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

10. Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

Gesamtbeurteilung / Fairness Opinion

Bandbreite der ermittelten Werte für eine Uster-Aktie

Quelle: EY Analyse



Analyseberichte

Bericht	Kursziel je Aktie
Credit Suisse, 26. September 2011	CHF 50
Berenberg Bank, 18. Juli 2011	CHF 52
Vontobel, 19. September 2011	CHF 45
MainFirst, 19. Juli 2011	CHF 50

Ergebnisse unserer Fairness Opinion

- Die Grafik links fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalysen zusammen. Wie im Kapitel Grundlagen der Bewertung beschrieben, wurde die DCF Methode als primäre Bewertungsmethode angewendet, während Trading und Transaction Multiples, VWAP und Analystenberichte als Plausibilitätscheck dienen.
 - Die Bandbreite des geschätzten Wertes einer Aktie in Uster gemäss DCF Methode liegt zwischen CHF 46.0 und 51.0.
 - Der durch die Trading und Transaction Multiple Analyse ermittelte Wert für eine Aktie in Uster liegt zwischen CHF 47.0 und CHF 59.0. Aufgrund des Mangels an vergleichbaren Unternehmen sowie der Tatsache, dass Transaction Multiples nur für eine vergleichbare Transaktion verfügbar waren, wurde dieser Ansatz nur als Plausibilitätscheck benutzt.
 - Uster's 60-Tage-VWAP wurde auf CHF 41.4 berechnet, während der volumengewichtete tägliche Durchschnittspreis bei CHF 41.6 liegt.
- Wie in der Tabelle auf der linken Seite dargestellt, ermitteln verschiedenen Analysten Kursziele zwischen CHF 45.0 und CHF 52.0 CHF. Dies unterstützt den mit der DCF Methode ermittelten Wert.
- Diese Fairness Opinion wurde am 20. Februar 2012 abgeschlossen.

Fazit

Basierend auf unserer Bewertungsanalyse, ergibt sich per 17. Februar 2012 eine Wertspanne von CHF 46.0 – 51.0 für eine Uster-Aktie.

Aus finanzieller Sicht ist das öffentliche Kaufangebot von CHF 44.0 plus eine Dividende von CHF 2.5 (also ein Wertäquivalent pro Aktie von CHF 46.5) als fair anzusehen.

Louis Siegrist
Partner

Stéphanie Chaumier
Manager

Anhang

- 11. Anhang A - Beurteilungsgrundlagen
- 12. Anhang B - Vergleichsgruppe
- 13. Anhang C - Sensitivitätsanalyse (DCF)
- 14. Anhang D - Marktwertansatz

Beurteilungsgrundlagen

Kontaktpersonen bei Uster

Name	Position
Geoffrey Scott	CEO Uster
Beat Gisin	Leiter Konzern-Controlling

Übersicht über erhaltene Dokumente

Dateiname	Datum	Dateityp
<i>Assuring textile quality and value</i> - Uster Technologies AG - Firmenpräsentation, August 2011	28.10.2011	Hardcopy
5 Jahres Planung 2011 – 2015, Verwaltungsrat Meeting 15. September 2011	28.10.2011	Hardcopy
Jahresbericht 2010	31.10.2011	PDF File
Zwischenabschlüsse, Juni 2011	31.10.2011	PDF File
Dezember 2011 Bilanz und GuV, basierend auf Managementinformationen	17.02.2012	Excel
Analyseberichte – Credit Suisse - 19.07.11, 20.07.11, 10.08.11, 15.09.11, 26.09.11	31.10.11	PDF File
Analysebericht – Main First – 19.07.11	04.11.11	PDF File
Analysebericht – Vontobel – 19.09.11	04.11.11	PDF File
Analysebericht – Berenberg Bank – 19.09.11	04.11.11	PDF File
<i>Test and measurement report, a middle-market perspective on the test and measurement industry</i> – Baird - Juni 2011	04.11.11	PDF File
Prinzipalbesteuerung, Uster Technologies AG – Eidgenössische Steuerverwaltung – 17.02.09	04.11.11	PDF File

Vergleichsgruppe

Vergleichsgruppe - Uster

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschlussdatum	Minderheiten	Fremdkapital	Adjustiertes Beta	Unlevered Beta
Hersteller von Textilmaschinen und Geräten								
Picanol NV	ENXTBR:PIC	Belgien	EUR	30.06.2011	-	10	0.908	0.877
Rieter Holding AG	SWX:RIEN	Schweiz	CHF	30.06.2011	14	279	1.437	1.154
OC Oerlikon Corporation AG	SWX:OERL	Schweiz	CHF	30.06.2011	21	983	2.689	1.962
Schweiter Technologies AG	SWX:SWTQ	Schweiz	CHF	30.06.2011	-	6	0.781	0.776
Prüf- und Messverfahren								
Intertek Group plc	LSE:ITRK	Vereinigtes Königreich	GBP	30.06.2011	27	810	0.843	0.720
SGS SA	SWX:SGSN	Schweiz	CHF	31.12.2011	50	1,299	0.762	0.704
Mettler-Toledo International, Inc.	NYSE:MTD	Vereinigtes Königreich	USD	31.12.2011	-	505	1.110	1.051
Cognex Corporation	NasdaqGS:CGNX	Vereinigtes Königreich	USD	31.12.2011	-	-	1.072	1.072
Oxford Instruments plc	LSE:OXIG	Vereinigtes Königreich	GBP	30.09.2011	-	8	0.988	0.979
Spectris plc	LSE:SXS	Vereinigtes Königreich	GBP	30.06.2011	-	154	1.362	1.285
Toyota Tsusho Corp.	TSE:8015	Japan	JPY	31.12.2011	71,496	773,047	1.250	0.719
MTS Systems Corp.	NasdaqGS:MTSC	Vereinigte Staaten	USD	31.12.2011	-	41	0.980	0.947
Bureau Veritas SA	ENXTPA:BVI	Frankreich	EUR	30.06.2011	7	1,353	0.707	0.621

Quelle: Capital IQ, 9. Februar 2012

Sensitivitätsanalyse

Sensitivitätsanalyse – DCF Methode

- Wir analysierten die Sensitivität des Aktienkurs von Uster auf Veränderungen des WACC und des langfristigen Wachstums. Ebenso wurde die Auswirkung einer Parallelverschiebung der angenommenen EBITDA-Marge über den gesamten Prognosezeitraum analysiert.
- Die Ergebnisse werden in den folgenden Tabellen dargestellt.

Sensitivitätsanalyse : WACC und langfristiges Wachstum

Währung CHF 000		Langfristiges Wachstum				
		0.2%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%
WACC	8.5%	57.0	60.1	63.6	67.6	72.2
	9.5%	50.3	52.6	55.2	58.2	61.6
	10.5%	44.8	46.6	48.7	50.9	53.5
	11.5%	40.3	41.7	43.4	45.1	47.1
	12.5%	36.5	37.7	39.0	40.4	42.0

Quelle EY Analyse

Sensitivitätsanalyse: Delta EBITDA-Marge und langfristiges Wachstum

Währung CHF 000		Langfristiges Wachstum				
		0.2%	0.7%	1.2%	1.7%	2.2%
Delta EBITDA-Marge	2.0%	48.3	50.3	52.5	55.0	57.7
	1.0%	46.5	48.4	50.6	53.0	55.7
	0.0%	44.7	46.6	48.7	51.0	53.6
	-1.0%	42.9	44.7	46.7	49.0	51.5
	-2.0%	41.1	42.9	44.8	47.0	49.4

Quelle EY Analyse

Trading multiples

Trading Multiples Analyse

Unternehmen	Ticker	Unternehmenswert (UW)	UW / Erlöse FY11	UW / Erlöse FY12	UW / Erlöse FY13	UW / EBITDA FY11	UW / EBITDA FY12	UW / EBITDA FY13	UW / EBIT FY11	UW / EBIT FY12	UW / EBIT FY13
Hersteller von Textilmaschinen und Geräten											
Picanol NV	ENXTBR:PIC	146	n/a	n/a	0.3x	n/a	n/a	1.7x	n/a	n/a	2.0x
Rieter Holding AG	SWX:RIEN	772	0.6x	0.6x	0.6x	4.5x	5.4x	5.1x	6.3x	8.3x	7.7x
OC Oerlikon Corporation AG	SWX:OERL	2,431	0.6x	0.6x	0.6x	4.4x	4.6x	4.5x	6.5x	7.2x	7.1x
Schweiter Technologies AG	SWX:SWTQ	527	0.6x	0.7x	0.6x	6.6x	6.8x	5.9x	10.1x	10.4x	8.3x
Prüf- und Messverfahren											
Intertek Group plc	LSE:ITRK	4,142	2.4x	2.1x	2.0x	12.1x	10.5x	9.5x	15.8x	13.4x	12.0x
SGS SA	SWX:SGSN	13,010	2.4x	2.2x	2.0x	11.0x	9.7x	8.5x	14.2x	12.4x	10.7x
Mettler-Toledo International	NYSE:MTD	6,109	2.5x	2.4x	2.3x	12.8x	11.9x	11.2x	14.3x	13.0x	12.2x
Cognex Corporation	NasdaqGS:CGNX	1,632	4.7x	4.0x	3.9x	15.6x	13.2x	14.1x	16.9x	14.4x	16.2x
Oxford Instruments plc	LSE:OXIG	601	1.8x	1.6x	1.6x	12.4x	11.0x	11.0x	15.1x	13.0x	12.1x
Spectris plc	LSE:SXS	1,979	1.8x	1.6x	1.5x	9.1x	7.9x	7.4x	10.3x	8.9x	8.2x
Toyota Tsusho Corp.	TSE:8015	1,089,560	0.2x	0.2x	0.2x	7.9x	7.3x	7.4x	11.7x	10.2x	9.6x
MTS Systems Corp.	NasdaqGS:MTSC	712	1.3x	1.3x	n/a	8.0x	n/a	n/a	8.1x	7.8x	n/a
Bureau Veritas SA	ENXTPA:BVI	7,568	2.3x	2.1x	2.0x	12.0x	11.0x	10.1x	14.4x	13.3x	12.1x
Tiefst			0.2x	0.2x	0.2x	4.4x	4.6x	1.7x	6.3x	7.2x	2.0x
Höchst			4.7x	4.0x	3.9x	15.6x	13.2x	14.1x	16.9x	14.4x	16.2x
Durchschnitt			1.8x	1.6x	1.5x	9.7x	9.0x	8.0x	12.0x	11.0x	9.8x
Median			1.8x	1.6x	1.5x	10.1x	9.7x	8.0x	12.9x	11.4x	10.2x

Quelle: Capital IQ, 9. Februar 2012

Transaction multiples

Analyse vergleichbarer Transaktionen

Zielunternehmen	Beschreibung	Land	Erworbener Anteil	Erwerber	Datum	Währung	Eigenkapitalwert (m)	Netto-Passiven / (cash)	Unternehmenswert (m)	UW/ Erlöse	UW/ EBITDA	UW/EBIT	P/E
AB Lorentzen	Industrielle Maschinen	Schweden	100%	ABB Participatio	10/3/2011	SEK	750		750	2.4	n.a	n.a	n.a
Omega Engineering	Elektronische Geräte	US	100%	Spectris	8/15/2011	USD	475		475	2.8	n.a	12.0	n.a
Savio Machine	Industrielle Maschinen	Italien	100%	Groupe Alpha	6/21/2011	EUR	135	165	300	0.9	n.a	n.a	n.a
Industrial Control Group	Elektronische Geräte	UK	100%	Rockwell	7/2/2007	GBP	110		110	1.6	n.a	n.a	n.a
Saurer	Spezialisierte industrielle Geräte	Schweiz	74%	Oerlikon	1/10/2007	CHF	1075	247	1322	0.4	8.4	10.3	12.5
Durchschnitt										1.6x	8.4x	11.1x	12.5x
Median										1.6x	8.4x	11.1x	12.5x

Quelle: Capital IQ, Mergermarket, Pressemitteilungen